

## 私募ファンド運用会社全般を規制する

### 欧州 AIFMD の概要と影響

神山 哲也

#### ■ 要 約 ■

1. 欧州連合（EU）のオルタナティブ投資ファンド・マネージャー指令（AIFMD）が 2014 年 7 月に EU 加盟各国で適用開始された。AIFMD は、金融・資本市場の関係者に規制の網を万遍なくかけることを目的としたものであり、ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンドなどの運用会社全般に適用される。また、EU 域内でそうしたファンドのマーケティングをする EU 域外の運用会社にも適用される。
2. AIFMD の影響として、第一に、コンプライアンス・コストの上昇が挙げられる。特に、運用会社に係るリスク管理や預託義務に関する規定による運用会社の負担が指摘されている。第二に、EU 域外運用会社による EU 域内でのマーケティングへの影響が挙げられる。EU 域外の運用会社は、投資家からのリクエストへの対応には AIFMD を適用しないとする規定の活用や、EU 域内の運用会社に AIFMD コンプライアンスを委ねるモデルの活用などにより、対応を図っている。
3. AIFMD を巡っては、コンプライアンス・コストの負担を主因として、運用会社のビジネスへのネガティブな影響が大きいとの批判がある。しかし、長期的には、AIFMD 準拠が UCITS（汎欧州で販売できる投資信託）のようなブランドとして定着すれば、EU のオルタナティブ・ファンド業界にとって市場拡大のツールにもなるというポジティブな効果も期待できよう。

## I AIFMD とは

欧州連合（EU）のオルタナティブ投資ファンド・マネージャー指令（Alternative Investment Fund Manager Directive、AIFMD）<sup>1</sup>が 2014 年 7 月に EU 加盟各国で適用開始さ

<sup>1</sup> Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010

れた。AIFMD は、オルタナティブ投資ファンド (AIF) の運用会社 (AIFM) に係る認可要件や行為規範、情報開示、監督などについて規定するものである。AIF とは、複数の投資家から資金を調達し、それら投資家のために一定の投資方針に基づき運用されるファンドで、UCITS (EU 加盟国一か国の認可に基づき他の EU 加盟国で販売できる集団投資スキーム) 以外の集団投資スキームを指す。そのため、ヘッジファンドやプライベート・エクイティ (PE) ファンド以外の集団投資スキームであっても、EU で運用もしくは販売されていれば AIF となり、「オルタナティブ」の名称とは裏腹に、その適用範囲は極めて広範にわたる。なお、AIFMD が直接的な対象とするのは AIF の運用会社たる AIFM であり、ファンドそのものではない。

AIFMD の適用については、AIFMD が EU 指令の形態を採るため、各国で国内法化される必要がある。AIFMD 自体は、2011 年 7 月に施行されたが、各国における国内法化の期限は 2013 年 7 月であり、更に、各国当局の裁量で 1 年の適用猶予期間を設けることが AIFMD で認められたため、英国やアイルランド、ドイツ、オランダ、ルクセンブルク、スウェーデンなどでは 2014 年 7 月に適用開始となった<sup>2</sup>。

AIFMD 策定に向けた議論は、金融危機の最中の 2008 年 11 月にワシントン DC で開催された G20 首脳会合にさかのぼる。当会合では、安全で安定的な金融システムには全ての重要な金融市場参加者が適切な規制・監督に服することが必要であり、投資者保護の観点からも重要だとされた。これを受けて欧州委員会は、UCITS 指令と併せて包括的なファンド規制体系を創設するべく検討を開始し、2009 年 4 月に AIFMD の素案を公表した。当時の欧州委員会バローゾ委員長は、「当該指令の採択は、ヘッジファンドや PE が監督当局の管轄外の規制が不在なところで営業することができなくなることを意味する」と述べており、AIFMD の背景として、金融・資本市場の関係者に規制の網を万遍なくかける狙いがあったことが伺える。

EU が他国に先駆けて、こうした包括的なファンド規制に乗り出した背景としては、多数の国の連合体である EU においてファンドを含む様々な市場でのルール統一が図られていることに加え、大陸欧州諸国において、主に自国外のヘッジファンドなどのオルタナティブ投資ファンドに対する不信感が根強くあったことが挙げられよう。例えばドイツでは、金融危機前には、英国ヘッジファンドがドイツ取引所によるロンドン証券取引所の買収提案に反対の圧力をかけたことが当局・世論の反発を招き<sup>3</sup>、金融危機後には、EU の第 2 次金融商品市場指令に先駆けてヘッジファンドが用いることの多い高頻度取引 (HFT) に対する規制を導入している<sup>4</sup>。また、フランスも、AIFMD 策定に際して、AIFMD に基づく認可が不要な小規模 AIFM の範囲縮小を主張していた<sup>5</sup>。

<sup>2</sup> 但し、猶予期間の適用を受けるには、ほとんどの場合、2013 年 7 月以前から欧州経済圏 (EEA) でファンドのマーケティングを行ってきたことなどが求められる。

<sup>3</sup> 詳細については、神山哲也「欧米における取引所の再編を巡る動き」『資本市場クォーターリー』2006 年春号参照。

<sup>4</sup> 第 2 次金融商品市場指令については、神山哲也「第 2 次金融商品市場指令 (Mifid II) の概要とインパクト」『野村資本市場クォーターリー』2014 年夏号参照。

<sup>5</sup> “Buyout chops, hedge funds feel EU’s glare” *The Wall Street Journal*, 30 April 2009

## II AIFMD の概要

### 1. 適用対象

AIFMD は、強固で調和された規制上の基準を対象 AIFM 全てに課し、投資家及び公的機関に対して AIFM 及びその運用するファンドの透明性を促進することを目的としたものだとして説明される。

その適用対象が AIFM であることは前述の通りであるが、より具体的には、①EU 域内の AIFM、②EU 域内の AIF を運用する EU 域外の AIFM、③EU 域内で AIF のマーケティングを行う EU 域外の AIFM、となっている。これらの AIFM は、EU 加盟国における認可要件を満たす必要があり（図表 1）、EU 加盟国一か国での認可に基づき、他の EU 加盟国でマーケティングを行うことができる。これは、EU の金融商品市場指令や UCITS 指令で採用されている単一パスポートと呼ばれる仕組みであり、AIFMD により、投資信託の運用業や投資サービス業に加えて、ヘッジファンドや PE ファンドといった AIFM にも導入されたことになる。AIFMD では、AIFM について、認可要件に加え、運用に係る要件や報告・開示に係る要件、AIF のマーケティングについても定めている（図表 1、AIF のマーケティングについては後述）。また、保護預かり機関に係る要件や監督についても定めている。

AIFMD では、認可を受ける必要のない小規模 AIFM についても定められている。即ち、

図表 1 AIFMD の主要規定

規制項目	詳細
認可に係る要件	<ul style="list-style-type: none"> <li>自己資本規制：内部運用AIFでは30万ユーロ、外部運用のAIFMでは12.5万ユーロ+追加自己資本として運用資産2.5億ユーロを上回る分の0.02%（上限1,000万ユーロ）、昨年固定費の1/4超、など</li> <li>組織要件：独立したコンプライアンス・リスク管理・内部監査機能の具備、個々のファンドに係る5年の記録保持義務等</li> <li>報酬：リスクプロファイルに合致したインセンティブ体系とすること、変動給の50%以上を運用ファンド持ち分とすること、変動給の40%以上を3-5年繰り延べることなど</li> <li>外部委託：AIFMがペーパーカンパニーとなるような委託は禁止、運用の委託先は認可・登録運用会社のみ、第三国運用会社の場合は当該第三国と母国当局の間に協力合意が必要など</li> </ul>
運用に係る要件	<ul style="list-style-type: none"> <li>レバレッジ要件：AIFMが投資戦略、レバレッジのソース等を考慮してリミットを設定。各国当局がリミットを設けることも可</li> <li>流動性要件：レバレッジを用いるAIF及びオープン・エンドのAIFについて、投資家プロフィールや投資規模、解約条件を考慮して適切な流動性水準を維持</li> <li>証券化商品：2011年以降発行の証券化商品については、スポンサーもしくはオリジネーターが5%以上の経済的利益を保持していることが要件</li> <li>バリュエーション：内部の場合は運用からの独立性が必要。外部委託も可、但し責任はAIFMが負う。NAV算出は年1回以上（手法等の要件はなし）</li> </ul>
報告・開示に係る要件	<p>（ファンド投資家への開示）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>販売前開示要件：投資戦略、投資対象、マスター・フィーダー、直近NAVとパフォーマンス、保護預かり機関やプライム・ブローカー等の情報、バリュエーション、流動性リスク管理、手数料など</li> <li>継続開示要件：新たな流動性管理手法、直近のリスク・プロファイル、レバレッジの利用状況、レバレッジのリミットの変更など</li> </ul> <p>（年次報告書）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>BS/PL、報酬（固定・変動給、経営幹部・主要リスクテイカーの内訳）など</li> </ul> <p>（当局への報告）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>投資対象、リスク管理、レバレッジの状況、その他当局要請事項</li> <li>5億ユーロ以上のAIF及び運用資産10億ユーロ以上のAIFMは四半期毎、運用資産10億ユーロ未満は半年毎</li> </ul>

（出所）欧州委員会より野村資本市場研究所作成

①レバレッジを用いている場合は運用資産残高 1 億ユーロ以下の AIFM、②レバレッジを用いていない場合は同 5 億ユーロ以下で、5 年間償還を認めていない AIFM、については、当局への登録と簡易な報告義務で済むこととされており<sup>6</sup>、それ以外の AIFMD の規定が適用されない代わりに単一パスポートを利用することもできない。しかし、小規模 AIFM は主体的に認可 AIFM となることもでき、その場合、AIFMD の規定が全て適用される代わりに単一パスポートを利用することもできる。AIFMD のこの部分は最低基準として各国に要請されるものであり、例えば英国では、AIFMD の国内法化に際し、小規模 AIFM についても認可を求めている。

## 2. 顧客区分

AIFMD において、AIFM が単一パスポートの下でサービス提供できる対象顧客は、EU 域内のプロ投資家となっている。ここでいうプロ投資家とは、金融商品市場指令におけるプロ投資家であり、具体的には、金融機関や投資サービス会社、保険会社、集団投資スキーム、年金基金といった、いわゆる機関投資家に加え、一定規模以上の法人<sup>7</sup>、政府、プロ顧客としての扱いを要望する者で、①関連市場（AIFMD の文脈では AIF）で過去 4 四半期において四半期当たり平均 10 回の大口取引を行った者、②金融商品ポートフォリオが 50 万ユーロ超の者、③提供される取引・サービス（AIFMD の文脈では AIF）に関する知識を要する専門家として金融業に 1 年以上従事した者、のうち二つ以上の要件を満たす者も含まれる<sup>8</sup>。

もっとも、リテール投資家を対象とすることが禁じられているわけではない。各国当局は、その裁量に基づき、リテール投資家を AIF の対象とすることも認められている。その際、AIFMD の要件を満たした上、更に厳格な要件も課すことができるとされる。また、単一パスポートも利用できない。

## 3. マーケティング規制

AIFMD の眼目として、マーケティング規制がある。大きく分けて、EU 域内において、①EU 域内の AIFM が EU 域内の AIF をマーケティングする場合、②EU 域内の AIFM が EU 域外の AIF をマーケティングする場合、③EU 域外の AIFM が EU 域内・外の AIF をマーケティングする場合、があり、それぞれで、AIFMD の要件を満たす各国の私募制度

<sup>6</sup> 報告義務の中身としては、小規模 AIFM の基準の遵守状況に加え、投資対象のアセット・クラス、主要エクスポージャー、投資戦略など。

<sup>7</sup> バランスシート 2,000 万ユーロ、純利益 4,000 万ユーロ、自己資本 200 万ユーロ、のうち二つ以上を満たす法人。

<sup>8</sup> プロ投資家の基準は、Mifid を 2014 年 5 月に改訂した Mifid II においても同様になっている。但し、Mifid II では地方公共団体の扱いがより明確化されている。即ち、Mifid II において地方公共団体は、プロ顧客としての扱いを要望することができる者と位置付けられており、また、その専門性や知識について評価する基準を加盟国が独自に定めることができる、との文言が追加されている。

(National Private Placement Regime、NPPR) が適用されるか、AIFMD に準拠して単一パスポートが利用できるか、などが分かれてくる(図表2)。

この中でも特に注意を要するのが、③EU域外のAIFMがEU域内・外のAIFをEU域内でマーケティングする場合である。この部分については、元々AIFMDがヘッジファンドやPEファンドを対象としたものというイメージが強かったため、いわゆるオルタナティブ・ファンド以外を欧州のプロ投資家向けに提供してきたEU域外の運用会社が、自身も適用対象になる可能性があることを把握しておらず、直前になって準備を急ぐケースも多々あった。もっとも、この分類に含まれるAIFMについては、2018年までの期間、AIFMDに基づく認可は義務付けられてはおらず、AIFMDの一部規定(投資家への開示、年次報告書、当局への報告義務など)のみの適用を受けつつ、NPPRを利用することができる。こうしたAIFMは、自主的にAIFMDに基づく認可申請をすることもできるが、2015年までの期間は、認可を受けても単一パスポートを利用することができず、その限りでは、認可取得のインセンティブは低いものと思われる。他方、2015年から2018年の間、欧州証券市場機構(ESMA)の助言及び欧州委員会の立法措置を前提に、EU域外のAIFMに単一パスポート利用の途が開かれれば、EU域外のAIFMは、①AIFMDの全面適用を受ける代わりに単一パスポートを利用する、②単一パスポートを利用できない代わりにAIFMDの全面適用を回避してNPPRを利用する、のいずれかを選択できるようになり、EUにおけるマーケティング戦略の選択肢が拡大することになる。

なお、ベンチャー・キャピタル・ファンドについては、EUにおけるベンチャー企業育成の観点から、より負担の軽い規制に基づいて単一パスポートを利用できるよう、欧州ベンチャー・キャピタル・ファンド規則<sup>9</sup>によりEuVECA(European Venture Capital Funds)

図表2 EU域内投資家に対するマーケティング規制

	EU域内AIFM	EU域外AIFM
EU域内AIF	自国におけるマーケティング： ・AIFMDに基づく認可が必要  域内他国におけるマーケティング： ・パスポート利用、当局への通知が必要となる  NPPRは不可	NPPR(～2015年)： ・AIFMDに基づく認可は不要 ・AIFMDにおけるファンド投資家への開示、年次報告書、当局への報告義務は課される ・非上場会社の支配権を獲得する運用会社については、支配権獲得に係る開示・報告義務等も課される
EU域外AIF	NPPR(～2015年)： ・AIFMD準拠 (預託機関に係る要件は緩和)  パスポート・NPPR(2015年～)： ・ESMAの助言・欧州委員会の立法措置が前提 ・パスポートの場合はAIFMD準拠、当局への通知が必要となる  パスポートのみ利用可(2018年～)： ・ESMAの助言・欧州委員会の立法措置が前提 ・AIFMD準拠、当局への通知が必要となる	パスポート・NPPR(2015年～)： ・ESMAの助言・欧州委員会の立法措置が前提 ・パスポートはAIFMDに基づく認可を受けた場合に利用可、当局への通知が必要となる ・NPPR利用の場合はAIFMDに基づく認可は不要  パスポートのみ利用可(2018年～)： ・ESMAの助言・欧州委員会の立法措置が前提 ・AIFMDに基づく認可、当局への通知が必要となる

(出所) 欧州委員会より野村資本市場研究所作成

<sup>9</sup> Regulation (EU) No 345/2013 of the European Parliament and of the Council of 17 April 2013 on European Venture Capital Funds

のステータスが導入された。即ち、AIFMD における小規模 AIFM のうち、EU 域内に設立され、レバレッジなしで運用資産残高 5 億ユーロ以下の AIF については、EuVECA として、当局への登録を以て単一パスポートに基づき EU 域内でマーケティングすることが可能となっている。その際、資本要件としては十分な資本を有すること、預託義務が課されないなど、AIFMD より緩やかな規制に服することになり、対象投資家もプロ投資家に加えて富裕層投資家も含まれる<sup>10</sup>。但し、投資対象については、運用資産の 70%以上を未上場の中小企業に投資するなどの制約がかかることになる<sup>11</sup>。

### III AIFMD の影響

#### 1. コンプライアンス・コストの上昇

これまでのところ、AIFMD の影響については、フロントのビジネスへの影響というよりも、現行ないしパイプラインにあるビジネスを維持するための手続きやオペレーション面におけるコンプライアンス・コスト上昇の可能性が注目されている。例えば、オルタナティブ投資の調査会社プレキンが AIFMD 適用開始直前に AIFM を対象に実施したアンケート調査によると、AIFMD に関する主要な懸念事項として最も多かったのがコンプライアンス・コストで 43%（大陸欧州 53%、英国 29%、米国 42%、その他 39%）となっており、次いで多かったのが不確実性やガイダンスの不足で 38%（大陸欧州 32%、英国 43%、米国 43%、その他 31%）であった<sup>12</sup>。

コンプライアンス・コストについて特に指摘されるのが、AIFMD におけるリスク管理に係る規定の影響である。AIFMD では、AIFM におけるリスク管理機能を運用部門から分離し、専任の担当者を付けることとされているが、特に小規模な陣容で運営するヘッジファンドや PE ファンドでは、組織改編や人材採用で対応に困難が生じるケースもあると指摘されている。例えば、オルタナティブ資産運用の調査会社 IFI グローバルの調査によると、大規模 AIFM では AIFMD を契機に、「エンタープライズ・リスク」としてオペレーショナル・リスクや自社のガバナンスを含む戦略リスクといった領域にもリスク管理を拡大している一方、中小 AIFM では適任者を探すのに苦慮しており、また、リスク管理担当者が他の機能も担うことも増えているという<sup>13</sup>。その結果、ヘッジファンドや PE 業界におけるリスク管理担当者の位置づけが高まるとの指摘もある。

コンプライアンス・コストとの関連では、預託義務への対応も指摘されている。AIFMD では、個々の AIF について、AIF の本籍地に所在するサード・パーティーのデポ

<sup>10</sup> 富裕層投資家は、10 万ユーロ以上を投資し、かつ、当該投資に関するリスクを理解していることを書面で表した者とされる。

<sup>11</sup> 中小企業の要件としては、未上場、従業員数 250 人未満、年間売上 5,000 万ユーロ以下もしくはバランスシート 4,300 万ユーロ以下とされ、かつ、銀行や投資サービス会社、保険会社、金融持株会社等は除かれる。

<sup>12</sup> Preqin “Global Hedge Fund Managers Respond to the AIFMD” July 2014

<sup>13</sup> IFI Global “The impact of AIFMD” July 2014

ジタリー（預託機関）を任命することが AIFM に義務付けられている。しかし、特に PE ファンドの場合、多くはデポジタリーを任命してこなかった。アーンスト&ヤングが 2012 年 3 月に公表した PE ファンドの調査によると、調査対象の欧州 PE ファンドの 74% が AIF についてデポジタリーを任命しておらず、オランダでは 100% の PE ファンドがデポジタリーを任命していなかった<sup>14</sup>。また、PE ファンド以外でも、預託機関が提供するべきサービスが規定されたため、AIFMD の適用を前に、AIFM がデポジタリーとの新規契約や既存契約の見直しに追われることとなった。他方、デポジタリーにとっても、AIF 及び AIFM のコンプライアンス状況の監視義務に加え、アドミニストレーション業務と保護預かり業務の組織上の分離義務などが導入されたことに伴う対応が負担になっているとの声もある<sup>15</sup>。

なお、PE ファンドについては、アセット・ストリップ禁止規定への対応も注目されている。AIFMD では、AIF が未上場企業の支配権を取得してから 24 か月以内に、増配や資本減額、株式償還、自社株買いなどを支援・指示したり株主総会で賛成票を投じてはならず、また、そうした行為を防止するよう努めなければならないとされている。投資先企業の長期的価値向上を無視して短期利益を追求する行為を禁止することを狙いとしたものと言える。この規定により、例えば、PE ファンドが投資先企業に負債調達を行わせ、それを原資に PE ファンドへの配当を実施させること（Dividend Recapitalization と呼ばれる）などが困難になり、ディール/エグジットのストラクチャリングで今後工夫が必要になるとの弁護士の指摘もある<sup>16</sup>。また、PE ファンドからは、魅力的な投資機会の提供が困難になる、こうした規定自体が PE 業界の印象を悪くする、といった声も挙げられている<sup>17</sup>。

## 2. EU 域外からのマーケティングに係る課題

AIFMD の適用を受け、AIFMD のマーケティング対象に変化が生じているという話は聞こえない。前述の通り、AIFMD の影響は主にオペレーション面で生じており、マーケティングにおいても、既存ないしパイプラインにある対象顧客を維持できるよう、コンプライアンス上の対応が採られているためと思われる。その中であって、EU 域外 AIFM による EU 域内でのマーケティングの扱いは今後、変更が求められる可能性がある。

前掲図表 2 にあるように、EU 域外の AIFM は当面、AIFMD における認可は不要であり、AIFMD における開示・報告義務の適用を受けつつ、NPPR に基づいて EU 域内でのマーケティングを継続できる。しかし、2015 年からは AIFMD 認可に基づき単一パスポートが利用できるようになり、2018 年からは AIFMD 認可が必要とされる公算が高い。そのため、

<sup>14</sup> Ernst & Young “Game-changing regulation? The perceived impact of the AIFM Directive on private equity in Europe” March 2012. なお、いずれについても、投資の結果保有することとなった金融商品の保護預かりを除く。

<sup>15</sup> PE Connect “AIFMD for Private Equity Managers: The roundtable discussion” July 2014

<sup>16</sup> “AIFMD: How new rules will affect the day job for private equity” Financial News, 27 February 2014

<sup>17</sup> 前掲注 14 資料。

EU 域外の AIFM は、EU 域内でのマーケティングを本格的に展開しようとするのであれば、競争上の観点からも AIFMD 認可が事実上必要となる。

しかし、AIFMD 認可は前述の通りコンプライアンス負担が大きい。そこで注目されるのが、リバース・ソリシテーション（あるいはリバース・インクアイアリー）と呼ばれる形態の活用である。AIFMD では、資金拠出ないしマーケティング情報のリクエストが顧客発である場合、AIFMD におけるマーケティングとはみなされず、故にマーケティング規制は適用されないこととなっている。EU 域内の AIFM は何れにしても AIFMD 準拠を求められるため、これは特に、EU 域外から EU 域内でマーケティングを行う AIFM にとって意味のあるものと言える。

EU 域内でマーケティングをしようとする EU 域外の AIFM は、AIFMD の適用を前にして、リバース・ソリシテーションを最有力の手法と考えていたようである。プレキンの調査によると、今後 12～18 か月間における EU 域内でのマーケティング手法として、米国では 50%、その他 EU 域外では 42%の AIFM がリバース・ソリシテーションの活用を考えていた一方、NPPR については、米国では 9%、その他 EU 域外では 12%という結果になった<sup>18</sup>。

しかし、リバース・ソリシテーションを巡っては、AIFMD 及びその下部規定において要件が明確に定められておらず、各国当局のエンフォースメントも異なり得るため、不確実性を伴うことが認識されるようになった。法律事務所シモンズ&シモンズによると、確実にリバース・ソリシテーションとされるには、投資家が、①文書でリクエストを出すこと、②個別名を記すなど関心のあるファンドを特定すること、③要求する文書情報を特定すること、④プロ投資家であることを明示すること、⑤自ら連絡を発したことを確認すること、⑥連絡が運用会社からリクエストもしくは促されていないことを述べること、が必要だという<sup>19</sup>。また、潜在顧客に名刺を渡すだけでリバース・ソリシテーションを利用できなくなると警告する弁護士もいる<sup>20</sup>。そうすると、リバース・ソリシテーションを利用できる範囲が相当狭まる可能性がある。

そこで、EU 域外の運用会社が次の手段として注目しているのが、マネジメント・カンパニー・モデルとも呼ばれる、EU 域内 AIFM の活用である。EU 域外の AIFM は 2015 年までの間、単一パスポートを利用できないため、単一パスポートを利用できる現地 AIFM を設立することにより、EU 域内の複数国で円滑にマーケティングを行うことができる。しかし、それではコストがかかるため、現地の AIFM 認可を持つ業者がリスク管理や開示・報告義務などの AIFMD 対応を担い、EU 域外の運用会社が運用やマーケティングといったフロント業務を担う、というのが、マネジメント・カンパニー・モデルである。形式的には、現地の AIFM が EU 域外の運用会社に運用を外部委託することになるが、実態としては、EU 域外の運用会社が現地 AIFM にミドル/バック・オフィス業務を外部委託す

<sup>18</sup> その他 EU 域外はスイスを除いたもの。スイスの AIFM では、リバース・ソリシテーションは 10%、NPPR は 40%という結果であった。

<sup>19</sup> Simmons & Simmons “Marketing under AIFMD- summary of key issues” 9/10 October 2013

<sup>20</sup> “AIFMD will have negative impact on hedge fund industry, says Prequin” COOConnect, 17 July 2014

るものと言える。IFI グローバルの調査によると、こうしたモデルは運用会社の大小を問わず支持を集めつつあり、特に AIFMD におけるリスク管理の負担から解放される点がメリットと捉えられているとのことである。

具体的には、DMS オフショア・インベストメント・サービスやコーディアムといった業者がいる。DMS オフショア・インベストメント・サービスは、7 か国で 200 人の陣容でガバナンスを始めとするオフショア・ファンドのオペレーション・ビジネスを行っているが、AIFMD 対応では、ダブリン籍の AIFM として DMS マネジメント・サービス（ヨーロッパ）を設立し、ステート・ストリートから採用した 3 名を含む 20 名のスタッフで 26 の大手運用会社の AIFMD 対応を担っている<sup>21</sup>。他方、コーディアムは、マルタ籍の AIFM を設立している。コーディアム自体は、英国のコンプライアンス・コンサルティングや税・会計ソフトウェア開発業者であり、2014 年 12 月に NASDAQ 上場の PE ファームであるアメリカン・キャピタルの子会社に、持分の過半を取得されている。同社は 2014 年 7 月に AIFMD 対応支援サービスとして、マルタ籍の AIFM によるコーディアム・トータル AIFM ソリューションを開始した。運用資産残高に応じた手数料ではなく固定手数料率を採用しており、マルタの優遇税率の適用もセールス・ポイントとして挙げている<sup>22</sup>。こうしたマネジメント・カンパニー・モデルはまだ萌芽期にあり、今後、様々な形態が登場するものと思われる。

### 3. ファンドの本籍地を巡る動向

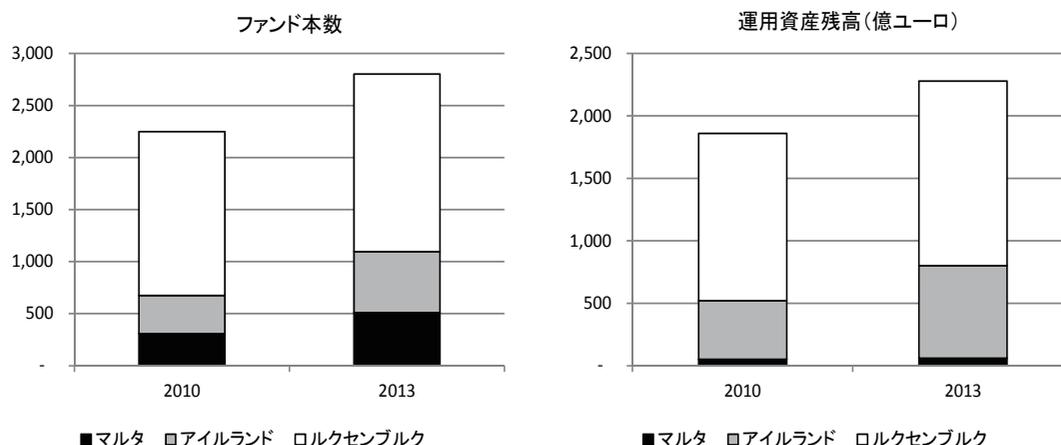
欧州における AIF の本籍地の中心は、ルクセンブルクとアイルランド（ダブリン）である（図表 3）。ルクセンブルクでは PE ファンドや不動産ファンドが多いのに対して、アイルランドはヘッジファンドが多いという特色がある。アイルランドにおけるヘッジファンドの集積は、ダブリンがヘッジファンドのグローバルなオペレーション・センターとして、ファンドのアドミニストレーションや法務・税会計を支援する業者が集積していることと表裏の関係にある。こうしたルクセンブルクとアイルランドの地位は、今後も揺るがないものと見られている。

その中で、近年台頭しているのがマルタである。マルタは、法人税率を一律 35% としつつ、最も低い場合で 5% になり得る税還付制度や、高度専門人材に係る一律 15% の所得税率といった税制があり、周辺ビジネスでも、HSBC やドイツ銀行に加え、監査法人の大手 4 社が進出しており、ファンド・アドミニストレーション業務を担う業者が 28 社設立されている。AIFMD との関係では、従来のプロ投資家ファンド（PIF）スキームを AIFMD と併存させたことが評価されている。PIF スキームの適用対象は、AIFMD において認可が求められる運用資産規模を満たさない運用会社であり、ファンドは、①最低投資額が 1 万ユーロで経験ある投資家（experienced investor）を対象とするもの、②最低投資

<sup>21</sup> “Hedge Funds Face Compliance Hurdles of AIFMD” *Wall Street & Technology*, 30 July 2014

<sup>22</sup> 同社ウェブサイト、“The Maltese solution” *globalcustody.net*, 22 July 2014

図表 3 ルクセンブルク、アイルランド、マルタ籍のファンド数と残高



(注) 主要三カ国の比較であり、他の EU 加盟国は除いている。

(出所) Oliver Wyman “Domiciles of Alternative Investment Funds” November 2014 より野村資本市場研究所作成

額が 7.5 万ユーロで適格投資家 (qualified investor) を対象とするもの、③最低投資額が 75 万ユーロで大規模投資家 (extraordinary investor) を対象とするもの、に分類される。最低投資額が低いほど規制が多くなり、例えば、現金保有を含む分散投資義務やレバレッジ制限は①のみに適用される。

アイルランドやルクセンブルクでは、AIFMD を国内法化する際、運用会社の規模に関わらず、預託機関やアドミニストレーターを任命する義務なども AIFMD に課されたが、マルタの制度は、AIFMD の制度と PIF スキームとの二層からなり、前者における規制水準を最低限に留めつつ (但し、登録制ではなく認可制)<sup>23</sup>、運用会社レベルで AIFMD の認可対象となる規模に達した場合、AIFMD に基づく規制を適用する建付けとなっている。こうした制度設計は、特に、スイスなどの非 EU の欧州諸国や、EU 諸国の富裕層投資家へのオルタナティブ投資ファンドのマーケティングを目論む EU 域外の運用会社にとって使い勝手が良いとされている。

現在、マルタ金融サービス機構 (Malta Financial Services Authority) に登録されているファンド数は 500 本に上るが、平均規模は 2,000 万ユーロに満たない水準であり、ファンドの平均規模が 8,000 万から 1.2 億ユーロとされるルクセンブルクやアイルランドと比べ、ニッチ・ファンドのセンターになっていると言える。今後も、AIFMD の負担を回避したい運用会社がマルタをファンドの本籍地として選択するケースが増加すると見られている<sup>24</sup>。

<sup>23</sup> 投資者保護やマネー・ロンダリング規制適用などが理由とされる。なお、AIFMD 適用対象でない場合、単一パスポートは利用できず、各国の私募制度もしくはリバース・ソリシテーションを利用することになる。

<sup>24</sup> 本節のマルタに関する記述は、マルタ金融サービス機構、“Options aplenty for managers running funds in Malta”, *Hedge Week*, 8 October 2014, “Malta” *Hedge Week*, 24 November 2014, “Practical Implementation of AIFMD in Malta: The MFSA’s Authorisation Process” *Mondaq Business Briefing*, 2 September 2014, Oliver Wyman “Domiciles of Alternative Investment Funds” November 2014 に基づく。

## IV 今後の見通し

AIFMD に対する運用会社の評価は総じてネガティブなものとなっている。プレキンの調査によると、AIFMD が AIFM のビジネスにとってポジティブなものとなるかネガティブなものとなるか、との問いに対して 59%がネガティブと回答しており、特に米国ではその比率が 71%に及んだ。その要因は、前述の通りコンプライアンス・コストに依るところが大きい。こうした見解は、EU の観点からすれば、AIFMD の背景の一つにあった自国外のファンドのコンプライアンス体制に対する不信感の払拭に AIFMD が寄与し得ることを示していると解釈することもできよう。

他方、EU のヘッジファンドや PE ファンド業界にとっては、長期的にはポジティブな影響も想定されよう。コンサルティング会社のオリバー・ワイマンが実施したファンドの本籍地に関する調査によると、EU 籍のオルタナティブ投資ファンド本数は 2010 年から 10%増加しており、AIFMD の成立により、更に加速化しているという。また、その要因として、投資家が規制による安全性を求めていることを挙げている<sup>25</sup>。UCITS も、1985 年に成立した当初は、コスト増や複雑性が批判されていたが、10 有余年の間に数次の改正を経て信頼あるブランドとして定着し、香港やシンガポール、台湾などの諸外国で規制上認知されるに至っている。AIFMD も将来的には、オルタナティブ投資ファンドのブランドとして、市場拡大のツールとなる可能性もあろう。

<sup>25</sup> Oliver Wyman “Domiciles of Alternative Investment Funds” November 2014